



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"Valutazione di un titolo attraverso l'analisi fondamentale: i principali  
modelli applicati a Brembo S.p.A. "**

**RELATORE:**

**CH.MA PROF.SSA ELENA SAPIENZA**

**LAUREANDO: MARCO ALLEGRO**

**MATRICOLA N. 1114826**

**ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018**



## Indice

<b>INTRODUZIONE</b>	1
<b>CAPITOLO 1: I PRINCIPALI MODELLI DELL'ANALISI FONDAMENTALE</b>	3
<b>1.1 INTRODUZIONE</b>	3
<b>1.2 DIVIDEND DISCOUNT MODEL</b>	4
1.2.1 I limiti dei modelli legati all'attualizzazione dei dividendi.....	7
1.2.2 Conclusioni sul Dividend Discount Model .....	8
1.2.3 La stima dei parametri .....	8
<b>1.3 I MODELLI BASATI SULL'ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA</b>	12
1.3.1 Metodo di attualizzazione del flusso di cassa disponibile per l'azionista (FCFE). .....	12
1.3.2 Il metodo del flusso di cassa disponibile per l'impresa (FCFF).....	14
1.3.3 Confronto tra valutazione del capitale netto e valutazione dell'azienda.....	16
1.3.4. Conclusioni.....	16
<b>1.4 LA VALUTAZIONE TRAMITE MULTIPLI</b>	16
1.4.1 I multipli equity side.....	18
1.4.2 I multipli asset side.....	19
1.4.3 La scelta delle società comparabili.....	20
1.4.4 Conclusioni.....	21
<b>CAPITOLO 2: VALUTAZIONE DEL TITOLO BREMBO S.P.A.</b>	23
<b>2.1 INTRODUZIONE</b>	23
<b>2.2 ASPETTI GENERALI DELLA SOCIETÁ E PRINCIPALI DATI DI BILANCIO</b>	23
<b>2.3. LA VALUTAZIONE DEL TITOLO</b>	25
2.3.1 La stima del tasso di crescita .....	27
2.3.2 La stima del tasso di sconto.....	28
2.3.3. Valutazione tramite attualizzazione dei dividendi .....	29

2.3.4 Valutazione tramite attualizzazione dei flussi di cassa .....	30
2.3.5 Valutazione tramite multipli.....	32
<b>2.4. LE STRATEGIE E GLI INVESTIMENTI DEL GRUPPO</b>	<b>33</b>
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>35</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>36</b>

## INTRODUZIONE

Andando oltre la definizione strettamente giuridica di azione, che la vede come “frazione minima del capitale sociale che bisogna sottoscrivere al fine di assumere la qualità di socio in una società per azioni o in una società in accomandita per azioni”, possiamo tentare di vederla da un punto di vista più economico come uno strumento finanziario primario. Uno strumento finanziario primario (all’interno del cui gruppo sono incluse anche le obbligazioni) è uno strumento che serve a raccogliere risorse e che si differenzia dunque da altri strumenti, come i derivati, creati per gestire il rischio. Nonostante storicamente le azioni siano una via di mezzo in termini di rischio e rendimento se comparate a obbligazioni e derivati, vengono sempre viste con sospetto e diffidenza da un gran numero di italiani. Dal rapporto Consob 2017 sulle scelte di investimento degli italiani infatti, alla domanda che tipo di rischio associ ai vari strumenti finanziari, il 44% degli intervistati associava le azioni ad un rischio alto, mentre per gli strumenti derivati la percentuale scendeva al 32%<sup>1</sup>. D’altro canto però, tra coloro che hanno investito nel 2017, il giudizio verso l’investimento in equity è generalmente positivo, oltre il 71 per cento degli intervistati si definisce molto o abbastanza soddisfatto. Fatta eccezione per il 2015, anno nel quale la percentuale era piuttosto simile, quello dello scorso anno è il livello di soddisfazione più alto raggiunto negli ultimi 15 anni<sup>2</sup>. Questo giudizio positivo deriva anche in parte dal fatto che in seguito alla politica monetaria espansiva messa in pratica dalla BCE, i rendimenti dei titoli di stato, da sempre prima scelta di investimento per le famiglie italiane sono ai minimi storici. Ad esempio il portafoglio di un investitore medio avverso al rischio è passato dall’aver un rendimento lordo del 9% nel 2014, del 3% nel 2015, del 2% nel 2016, fino al 2017 dove il rendimento medio lordo è risultato pressoché nullo. In questo contesto diventa dunque fondamentale per chi vuole investire, saper valutare strumenti come le azioni, sì più rischiosi, ma che offrono anche rendimenti maggiori. L’obiettivo di questo elaborato è quello di illustrare i principali metodi che un investitore può utilizzare per capire se il prezzo di un titolo è sopra o sottovalutato e agire quindi di conseguenza. Nella prima parte fornirò una panoramica delle principali tecniche con le quali si può valutare la bontà di un investimento in un titolo azionario, analizzando poi i metodi basati sull’analisi dei fondamentali di un’impresa, in particolare quelli basati sull’attualizzazione dei flussi di cassa e quello basato sulla valutazione tramite multipli.

---

<sup>1</sup> Consob, 2017, p.23

<sup>2</sup> Russo, G., 2018, p.74

Nella seconda parte applicherò questi concetti teorici al titolo Brembo. S.p.A. quotato alla Borsa di Milano. La scelta è ricaduta su questa azienda principalmente per due motivi: il primo è sicuramente la crescita, sempre a doppia cifra, che ha caratterizzato la società negli ultimi anni. È nata quindi in me la voglia di verificare, usando come strumento principale il bilancio d'esercizio del 2017, se la crescita del titolo in Borsa, che fino a 3 anni fa quotava a 5€ e oggi si aggira intorno ai 12, sia sostanziale e supportata dai fondamentali dell'impresa o, piuttosto, inflazionata dalle aspettative degli investitori. Il secondo motivo che mi ha spinto a scegliere Brembo è dovuto a quello che rappresenta: un'eccellenza tutta italiana. Il 55% del capitale sociale è ancora nelle mani della famiglia Bombassei, che va a costituire quel nocciolo duro tipico del capitalismo italiano. Non a caso, il titolo Brembo è stato inserito nel FTSE Italia Brands, indice presentato il 18 dicembre 2017 che racchiude al suo interno 22 società quotate e attraverso il quale, parole di Raffaele Jersusalmi, amministratore delegato di Borsa Italiana: *“Borsa Italiana continua a promuovere la creatività e i brand eccellenti italiani quotati”*. Negli ultimi mesi il titolo ha sofferto le conseguenze del calo delle vendite nel settore automotive e della conseguente caduta dei titoli di società presso cui Brembo è un importante fornitore. Pesa sicuramente anche la svolta protezionistica circa le politiche commerciali minacciate e messe in atto dagli Stati Uniti.

I risultati della valutazione nonostante seguano concetti teorici comuni usati da tutti gli analisti, sono sempre influenzati da stime personali e quindi il valore di una stessa azienda può cambiare di molto a seconda dell'analista che la valuta in ragione delle diverse assunzioni in particolare per quanto riguarda il tasso di sconto e il tasso di crescita da utilizzare. Nonostante tutti gli strumenti che gli analisti hanno a disposizione, non esiste una formula che gli permetta di asserire che il risultato sarà il valore corretto dell'attività analizzata. È importante dunque leggere l'elaborato tenendo conto di questo e dell'inevitabile componente soggettiva.

*“Non c'è nulla di più irrazionale della ricerca di una politica d'investimento razionale in un mondo irrazionale”*

*John Maynard Keynes*

## CAPITOLO 1: I PRINCIPALI MODELLI DELL'ANALISI FONDAMENTALE

### 1.1 INTRODUZIONE

Le azioni rappresentano le singole parti nelle quali è diviso il capitale sociale di una società per azioni. Con l'acquisto di queste "parti di capitale sociale", l'acquirente diventa socio della società con gli obblighi e i diritti che ne conseguono. In particolare, con l'acquisto di azioni ordinarie (tralasciando quindi azioni privilegiate o di risparmio), l'investitore diventa titolare del diritto di voto in assemblea, nonché di quello di beneficiare, qualora vi fossero e qualora la società decidesse di distribuirli, degli utili generati dall'attività d'impresa. Quella appena citata è solo una delle due forme attraverso le quali l'azionista può ottenere un rendimento dal titolo azionario che detiene e prende il nome di dividend yield. L'altra forma di guadagno che può derivare dall'investimento in questo tipo di strumento finanziario, è rappresentata dalla plusvalenza che si può realizzare tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita, ottenendo quello che viene chiamato il capital gain. Naturalmente, l'obbiettivo per qualsiasi investitore razionale è quello di individuare titoli sottovalutati, acquistarli e poi venderli quando ritiene abbiano espresso al massimo il loro potenziale. La parola sottovalutato e parimenti quella sopravvalutato, ci porta a pensare che esista uno scollamento tra quello che è il prezzo di mercato di un'azione (quello al quale avviene la compravendita sul mercato azionario) e il suo valore. Infatti, possiamo vedere il valore di un'azione come un insieme di elementi oggettivi, quali i fondamentali di un'impresa e soggettivi come la qualità del management o il valore di asset intangibili<sup>3</sup>. Un investitore deve essere in grado dunque di andare oltre il mero prezzo di un titolo e quindi oltre quello che è il pensiero della massa. Questo modo di vedere il mercato è racchiuso in pieno nella frase di Warren Buffet, uno dei più grandi investitori al mondo "*Per avere successo in borsa è importante avere paura quando gli altri sono avidi ed essere avidi quando gli altri hanno paura*". La storia ci insegna che talvolta alla base dei rialzi di prezzo di un titolo vi è la totale assenza di razionalità (dal prezzo sui bulbi di tulipano olandesi del XVII sec. agli scandali finanziari dei giorni nostri), che un investitore oculato potrebbe essere in grado di riconoscere grazie allo studio dei fondamentali d'azienda. "Il tema sottostante l'**analisi fondamentale** è che il valore di un'azienda può essere collegato alle sue caratteristiche finanziarie: le sue prospettive di crescita, il suo profilo di rischio e i suoi flussi di cassa. Ogni deviazione da tale valore segnala una sovra o sottovalutazione dell'azione"<sup>4</sup>. Questo tipo di metodo è utilizzato da investitori che seguono la filosofia del "buy and hold" e

---

<sup>3</sup> Valore che può essere considerato in maniera differente da quello contabile messo tra le immobilizzazioni immateriali.

<sup>4</sup> Damodaran, A., 1996, p. 5

che quindi acquistano un titolo con l'idea di tenerlo per molto. A questo tipo di approccio, basato sullo studio dei bilanci, la comprensione del business d'impresa e l'orientamento al lungo periodo, si contrappone quello rappresentato dall' **analisi tecnica**: che, “sulla base dell'andamento di Borsa passato di un titolo, è in grado di indicarne la presumibile evoluzione futura senza tenere in alcun conto i sottostanti della società emittente”.<sup>5</sup>

L'obiettivo di questo lavoro rimane quello di calcolare il valore di un titolo grazie all'analisi fondamentale, quindi attraverso lo studio dei bilanci della società e del contesto macroeconomico e di settore all'interno del quale essa opera. Quando si valuta un'azienda, si attinge principalmente a tre tipi di informazioni: quelle contenute nel bilancio informativo corrente, quelle che derivano dai dati finanziari relativi alle performance passate dell'azienda e quelle che troviamo studiando le performance dei diretti competitors dell'impresa.<sup>6</sup> Il primo tipo di informazione è necessario per poter applicare uno dei metodi più diffusi tra gli analisti per valutare un'azienda<sup>7</sup>, ovvero quello dell'**attualizzazione dei flussi di cassa** (all'interno dell'elaborato avrò modo di spiegare le principali differenze che si incontrano all'interno di questo modello). Il secondo tipo di informazione, è utile (insieme ad altri tipi di analisi) per poter valutare le prospettive di crescita futura dell'impresa. Infine, l'analisi delle performance dei competitor ci porta al metodo di valutazione relativa, ossia quello dei **multipli d'impresa**.

## 1.2 DIVIDEND DISCOUNT MODEL

Il metodo dell'attualizzazione dei dividendi è stato, cronologicamente parlando, il primo metodo di valutazione delle azioni e si basa sull'assunto che, il valore di un'azione, deriva dal valore attuale dei dividendi che da essa ci si attende di percepire. Come già detto nell'introduzione, un investitore, quando acquista un'azione, si attende un guadagno dai dividendi distribuiti durante il periodo in cui è in possesso del titolo, nonché dal prezzo atteso di vendita alla fine di tale periodo. Siccome il prezzo atteso, deriva anch'esso dai dividendi futuri, possiamo affermare che il valore di un'azione è dato dal valore attuale dei dividendi attesi.

Nella sua forma base, il modello ci indica che il valore di un'azione è determinato dal valore attuale dei dividendi attesi, proiettati su un orizzonte temporale infinito.

---

5 Marchesoni, M.A., 2012, p. 5

6 Damodaran, A., 2001, p. 9-10

7 Massari, M., Zanetti, L., 2008, p. 8

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1 + r_e)^t}$$

In cui:

- $DPS_t$  = i dividendi per azione attesi al periodo t
- $r_e$  = costo del capitale azionario

Dato che non è possibile stimare dividendi all'infinito, questa versione del modello non è però applicabile in realtà. Per ovviare a questo problema, nella pratica si stabiliscono due periodi: il primo caratterizzato da una crescita elevata dei dividendi, terminato il quale, si ipotizza un tasso di crescita stabile e perpetuo dei dividendi.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{TV_n}{(1 + r_e)^n}$$

Dove  $TV_n$  = **Terminal Value**, ovvero il valore che le azioni avranno alla fine del periodo di crescita elevata, più precisamente:

$$TV_n = \frac{DPS_{n+1}}{(r_e - g_n)}$$

- $g_n$  = tasso di crescita stabile e perpetuo.

Nel caso in cui un'impresa si trovi già in una fase di crescita stabile il valore dell'azione è determinato semplicemente nel modo seguente:

$$P_0 = \frac{DPS_1}{(r_e - g_n)}$$

Dove:

- $DPS_1$  = dividendo per azione atteso anno 1

La formula sopracitata, conosciuta come **modello di Gordon**, rappresenta un caso particolare del modello di attualizzazione dei dividendi ed è usata per determinare il prezzo delle azioni delle sole imprese caratterizzate da crescita stabile.

Nonostante sia un modello molto semplice e allo stesso tempo potente per valutare le azioni, è fondamentale che sia rispettata l'ipotesi di crescita stabile. Ci sono due considerazioni da fare quando parliamo di crescita stabile: la prima è che se i dividendi crescono ad un tasso stabile, allora significa che anche gli altri indicatori di performance (in particolar modo gli utili) devono crescere allo stesso tasso. Se i dividendi crescessero ad un tasso più alto degli utili, nel tempo, supererebbero proprio gli utili, causando una situazione non sostenibile. Allo stesso modo, se gli utili crescessero ad un tasso maggiore rispetto ai dividendi, il payout ratio convergerebbe allo zero e comporterebbe come conseguenza una crescita non stabile.

La seconda considerazione riguarda cosa si intenda con il termine "tasso di crescita stabile". L'ipotesi del modello prevede che tale tasso sia perpetuo, quindi, è ragionevole pensare che non si possa discostare troppo da quello che è il tasso di crescita dell'economia in cui l'azienda opera. Nel caso in cui infatti l'azienda crescesse ad un tasso maggiore dell'economia, col tempo diventerebbe più grande dell'economia stessa. Nulla vieta invece che il modello venga utilizzato con aziende che mostrano una crescita ad un tasso significativamente minore di quello dell'economia, semplicemente queste diventeranno sempre più piccole rispetto all'economia.

Per concludere, il modello di Gordon è utile per valutare quelle aziende che crescono ad un tasso simile o minore a quello dell'economia e che hanno politiche di distribuzione di dividendi stabili.

Nel caso invece, vi sia la necessità di valutare un'azienda che non sia in una situazione di crescita stabile, si può sempre percorrere la via di attualizzazione dei dividendi usando il **modello a due stadi di attualizzazione dei dividendi** precedentemente introdotto, dove il terminal value ( $TV_n$ ) può essere interpretato come il prezzo del titolo al tempo  $n$  ( $P_n$ ).

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n}$$

Con:

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(r_e - g_n)}$$

Dove:

- $P_0$  = Valore corrente del titolo
- $DPS_t$  = Dividendo atteso per azione all'anno  $t$
- $r_e$  = Tasso di rendimento richiesto
- $P_n$  = Prezzo alla fine del periodo  $n$
- $g_n$  = Tasso di crescita permanente dopo l'anno  $n$

Nel caso in cui il tasso di crescita straordinaria e il tasso di distribuzione dell'utile restassero invariati per i primi n anni avremmo:

$$P_0 = \frac{DPS_0 \times (1 + g) \times \left[ 1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + r_e)^n} \right]}{r_e - g} + \frac{DPS_{n+1}}{(r_e - g_n)(1 + r_e)^n}$$

Con

- $g$  = Tasso di crescita straordinario per i primi n anni

Le restrizioni che si applicano a questo modello sono identiche a quelle incontrate nel modello di Gordon (tasso di crescita vicino al tasso di crescita dell'economia), riferendosi al tasso di crescita permanente.

Un'altra difficoltà insita nell'uso di questo modello deriva dalla difficoltà di quantificare la lunghezza del periodo (n) caratterizzato da crescita straordinaria, questo fattore è molto importante poiché determinare il valore del titolo secondo questo modello vuol dire far fortemente dipendere il risultato della previsione dalla lunghezza di tale periodo. L'importanza di tale componente va di pari passo con la difficoltà della sua stima, il periodo di crescita straordinario può essere legato al ciclo di vita di un determinato prodotto o alla posizione di vantaggio competitivo dell'azienda dovuta a vari motivi (brevetti, barriere all'ingresso), ma nella pratica, può risultare difficile quantificare con precisione il momento in cui questi fattori esauriranno la loro spinta per la crescita dell'impresa.

L'ultimo limite legato all'uso del modello a due stadi deriva dal fatto che nel modello ci sono due fasi distinte per l'impresa, caratterizzate da diversi tassi di crescita, dove si passa da una crescita elevata ad una crescita più bassa e stabile. Nella realtà è ben difficile che il passaggio dal tasso di crescita elevato a quello stabile e duraturo avvenga in maniera così repentina, è anzi probabile che vi sia un graduale rallentamento.

Questo modello è applicabile ad aziende che hanno nella prima fase una crescita sì superiore alla norma, ma contenuta entro certi limiti.

### **1.2.1 I limiti dei modelli legati all'attualizzazione dei dividendi.**

Oltre ai problemi specifici a ciascun modello che ho già evidenziato, vi sono dei problemi che riguardano in generale tutti i modelli legati all'attualizzazione dei dividendi.

Questa metodologia è stata spesso accusata di produrre stime troppo prudenti rispetto al valore del titolo.<sup>8</sup> Questa sottovalutazione è dovuta al fatto che il valore di un'azione calcolato solo attualizzando i dividendi attesi, non tiene conto di altri elementi, come ad esempio il valore del marchio, che possono essere determinanti per il prezzo di un titolo. Un altro problema che porta a questa sottovalutazione riguarda il fatto che, considerando solamente i dividendi come flusso di cassa disponibile per l'azionista, non si vanno a considerare al momento del calcolo, quei flussi di cassa generati ma trattenuti dall'impresa. Sempre riguardo a questa tematica, si può incorrere anche nell'errore opposto, ovvero sopravvalutare aziende che distribuiscono dividendi in misura maggiore rispetto alla propria disponibilità, tramite l'emissione di nuove azioni e/o di debito.<sup>9</sup>

### **1.2.2 Conclusioni sul Dividend Discount Model**

In conclusione si può affermare che nonostante le critiche sollevate al modello, dovute sia ai limiti sopra menzionati, sia al fatto che questa metodologia risalgia alla prima metà del 900' (è stata presentata nel 1938)<sup>10</sup>, il modello è ancora molto apprezzato. In particolare è stato evidenziato da uno studio di Forester e Sapp (2005), che in un'ottica di lungo periodo, le variazioni di valore dell'indice S&P 500 venivano spiegate in maniera ragionevole dal modello di attualizzazione dei dividendi.<sup>11</sup> Warren Buffet utilizza tra gli altri, anche questo metodo per valutare i suoi investimenti e riconosce che il libro di Williams sia “uno dei migliori libri di investimento mai scritti”.<sup>12</sup>

### **1.2.3 La stima dei parametri**

Nei modelli appena visti, così come negli altri basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa che vedremo in seguito il valore di un titolo è influenzato:

- dall'ammontare del flusso di cassa (nei modelli precedenti il dividendo).
- dal tasso di sconto.
- dal tasso di crescita.

Per quanto riguarda il tasso di sconto, un investimento genera valore se i flussi di cassa che da esso ci si aspetta, sono maggiori delle risorse usate per effettuare l'investimento stesso. Questo concetto ci porta nella pratica, a scontare i flussi di cassa ad un tasso che riflette la

---

<sup>8</sup> Damodaran, A, 1996, p.134

<sup>9</sup> Damodaran, A., 2010. p. 176

<sup>10</sup> Williams, J., B., 1938, *The theory of investment value*, Harvard University Press

<sup>11</sup> Damodaran, A., 2006. p. 16

<sup>12</sup> Hagstrom, R. 2013. . p. 20

rischiosità di quella data impresa. A questo punto è importante rispettare la coerenza che deve esserci tra tipologia di flusso di cassa da scontare ed effettivo tasso di sconto. Seguendo quello che viene definito **Asset side approach**, i flussi di cassa da considerare sono quelli operativi (**FCFO**), non influenzati da quelle che sono le scelte in termini di struttura finanziaria e vengono scontati al costo medio ponderato del capitale (**WACC**), dove si tiene conto del peso delle diverse fonti di finanziamento dell'azienda.

$$r_{wacc} = r_e \times \frac{E}{E + D} + r_d \times \frac{D}{E + D} \times (1-t)$$

Dove:

- $r_e$  = costo del capitale di rischio
- $r_d$  = costo del debito
- $t$  = aliquota d'imposta
- $E$  = valore dell'equity
- $D$  = valore del debito

L'altro approccio, quello usato anche nel modello di Gordon, è l'**Equity side**, nel quale si tiene conto solo dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE), che verranno scontati al tasso  $r_e$ , tasso che rappresenta il rendimento minimo garantito agli azionisti affinché investano in quell'impresa. Per poter stimare  $r_e$  (necessario in entrambi gli approcci), si possono seguire diversi modelli, “ma il modello più accreditato che si rinviene nella prassi aziendalistica per la misurazione del costo del capitale netto è il **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**.”<sup>11</sup> CAPM è un modello che ha bisogno di meno input rispetto ad esempio all'APM<sup>13</sup>, d'altro canto però vi sono una serie di ipotesi sottostanti che devono essere rispettate.<sup>14</sup>

La formula del CAPM è la seguente:

$$r_e = r_f + \beta_e [E(r_m) - r_f]$$

---

<sup>13</sup> L'APM fa dipendere il rischio di mercato da diversi fattori (inflazione, tassi d'interesse) ad ognuno dei quali verrà assegnato un beta che misura la sensibilità dell'investimento alla variazione del relativo fattore. Il CAPM può essere dunque considerato un caso specifico di APM dove l'unico fattore di rischio è rappresentato dalla volatilità del mercato. Per maggiori spiegazioni ROGGI, O., DAMODARAN, A. 2016. p 73

<sup>14</sup> La spiegazione delle ipotesi sottostanti il CAPM e del modello stesso richiederebbe uno spazio troppo ampio per questo elaborato. Si rimanda a Brealey, R., Allen, F. and Myers, S. 2011, *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Education.

Dove:

- $r_f$  = tasso privo di rischio
- $\beta_e$  = beta del titolo
- $E(r_m) - r_f$  = premio per il rischio di mercato

L'idea generale alla base del CAPM è che gli investitori devono essere compensati in due modi: valore temporale del denaro e valore del rischio. Il valore temporale del denaro è rappresentato dal tasso privo di rischio ( $r_f$ ) e compensa gli investitori per aver investito in un titolo in un dato periodo di tempo. La seconda componente, quella relativa al rischio, misura la compensazione che l'investitore richiede per investire in un'attività rischiosa.<sup>15</sup> Il beta relativo al titolo da valutare, misura il rischio sistematico dell'attività finanziaria, quindi la tendenza dei rendimenti a variare in conseguenza a variazioni del mercato azionario<sup>16</sup>. Questo coefficiente moltiplica il premio per il rischio di mercato, che è dato dalla differenza tra rendimenti medi delle azioni e rendimenti medi dei titoli privi di rischio.

L'altro parametro fondamentale per valutare un titolo tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa è quello relativo al tasso di crescita. Il valore di un'azienda è il risultato di un processo di attualizzazione dei flussi di cassa attesi e quindi futuri, che sono risultati diretti del processo di crescita. Questo importantissimo processo di stima può essere intrapreso in tre differenti modi:

1. Utilizzo dei tassi di crescita storici: con questo approccio si cerca di prevedere il tasso di crescita futuro attraverso il tasso di crescita medio passato. Per stimare i tassi storici solitamente si fa uso della media geometrica o alla media aritmetica ponderata dove ai tassi relativi agli anni più recenti vengono attribuiti pesi più elevati. Inoltre, il tasso di crescita da tenere in considerazione non è quello degli utili, bensì quello degli EPS, questo perché la crescita degli utili dovuta ad un aumento di capitale può fuorviare la stima del corretto tasso di crescita.
2. Utilizzo di previsioni fatte da altri analisti: nella quasi totalità dei casi, chi valuta un'azienda, si serve delle valutazioni fatte da altri analisti che seguono lo stesso titolo/azienda. Gli analisti hanno accesso a molti tipi di informazione che vanno oltre quelli che sono i dati storici, quindi le loro previsioni dovrebbero essere più accurate rispetto a quelle ottenute utilizzando i tassi di crescita passati. Tuttavia, O'Brien (1988)<sup>17</sup> dimostra come le previsioni degli analisti siano più accurate solo nel breve

---

15 In termini di rischio sistematico, non quindi specifico (che può essere eliminato tramite la diversificazione)

16 <https://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Beta>

17 O'Brien, P., C., Journal of Accounting and Economics, Volume 10, Issue 1, January 1988, pp. 53-83

periodo (fino a due trimestri successivi nel suo studio), mentre prendendo un orizzonte temporale maggiore di un anno, risultano più affidabili le previsioni basate su serie storiche.

3. Studio dei fondamentali determinanti per la crescita: con questo metodo si stima il tasso di crescita utilizzando gli indicatori di performance e i dati di bilancio dell'impresa. La relazione più evidente che determina la crescita è quella che intercorre tra saggio di ritenzione degli utili e il ROE. In particolare, possiamo vedere la crescita come:

$$g_t = \frac{NI_t - NI_{t-1}}{NI_{t-1}}$$

Dove

- NI=risultato netto, che può essere visto come:

$$NI_{t-1} = \text{Valore contabile del CN}_{t-1} \times \text{ROE}_{t-1}$$

Quindi:

$$NI_{t-1} = (\text{valore contabile del CN}_{t-1} + \text{utili reinvestiti}_{t-1}) \times \text{ROE}_t$$

Assumendo che il ROE resti costante nel tempo abbiamo

$$g_t = \frac{\text{utili reinvestiti}_{t-1}}{NI_{t-1}} \times \text{ROE}$$

Se indichiamo il saggio di ritenzione degli utili con b abbiamo:

$$g_t = b \times \text{ROE}$$

Nella pratica, questi tre metodi utilizzati per stimare i tassi di crescita si sovrappongono ed è spesso utile ponderare le diverse stime che risultano dai differenti processi usati per trovare il tasso di crescita. Ad esempio, se si è di fronte ad un'azienda che mostra un percorso stabile si può usare il metodo basato sulla media dei tassi di crescita storici o comunque, assegnare alla stima che risulta da questo metodo un peso relativamente grande.

### 1.3 I MODELLI BASATI SULL'ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA

Innanzitutto quando parliamo di attualizzazione dei flussi di cassa, bisogna fare una premessa importante e chiarire che non tutti i flussi di cassa sono uguali e quindi distinguere fin da subito quelli che sono i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE) da quelli che sono i flussi di cassa disponibili per l'impresa (FCFF). La validità di questi modelli è comprovata dal fatto che, il valore di mercato di un titolo, non è altro che il risultato delle aspettative che gli azionisti hanno riguardo ai flussi di cassa attesi, quindi se l'azienda produce i flussi di cassa previsti, il valore rimarrà stabile, se ne produrrà di più del previsto il valore di mercato salirà e viceversa.<sup>18</sup>

#### 1.3.1 Metodo di attualizzazione del flusso di cassa disponibile per l'azionista (FCFE).

I modelli legati all'attualizzazione dei dividendi, presuppongono che proprio i dividendi siano l'unico flusso di cassa destinato agli azionisti, i modelli di attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE), invece, danno una definizione più ampia: mentre i dividendi rappresentano solo il flusso di cassa *effettivamente pagato* agli azionisti, i FCFE sono, invece, flussi di cassa *disponibili ad essere distribuiti* agli azionisti. A differenza dei dati sui dividendi, che sono facilmente e immediatamente reperibili dal bilancio dell'azienda, quantificare questo esteso concetto di flusso di cassa disponibile per l'azionista, vuol dire calcolare queste quantità dalle informazioni finanziarie disponibili, cosa che richiede una chiara comprensione dei flussi di cassa e la capacità di interpretare e utilizzare le informazioni correttamente. Nel modello di sconto sui dividendi, come già visto nel paragrafo 1.2.1, non si tiene conto del fatto che le imprese possano trattenere liquidità in eccesso e scegliere di non distribuirla sotto forma di dividendi. In molti casi, trovano altri modi, inclusi i riacquisti di azioni proprie, per restituire denaro agli azionisti. Possiamo vedere questi modelli che fanno riferimento al flusso di cassa disponibile per l'azionista come un'estensione dei modelli di attualizzazione dei dividendi (e quindi considerare questi ultimi come un sottoinsieme dei primi), che cercano dunque di considerare i dividendi "potenziali" anziché i dividendi distribuiti.

Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti viene nella pratica determinato così:

$$\text{FCFE} = \text{Risultato netto} + \text{Ammortamenti} - \text{Investimenti} \pm \Delta \text{CCN} - \text{Rimborso finanziamenti} \\ + \text{Nuovi finanziamenti}$$

---

<sup>18</sup> Howell, R., A., 2002, Financial Executive., Vol. 18 Issue 3, p. 17-20.

Una volta determinato il flusso di cassa disponibile per l'azionista si procede in modo analogo a quanto visto nei modelli di attualizzazione dei dividendi, in caso di crescita costante avremo quindi:

$$P_0 = \frac{FCFE}{r_e - g_n}$$

Dove, le ipotesi sottostanti sono quelle già viste nel modello di Gordon. Tenendo a mente le ipotesi del modello di Gordon e precisamente il significato di crescita stabile, è utile riflettere che questo concetto implica che le aziende valutate tramite questo metodo le c.d. aziende mature, abbiano determinate caratteristiche. La prima è che se la crescita è stabile, allora gli investimenti in capitale fisso non devono discostarsi di molto dagli ammortamenti. Un'altra caratteristica assimilabile al concetto di azienda matura è che, se utilizziamo il CAPM, come metodo di stima del costo del capitale, il Beta del titolo sia uguale o molto prossimo all'unità. Anche il modello costituito da due differenti fasi di crescita è speculare a quello visto per quanto riguarda i dividendi, dove l'unica differenza sta appunto nell'attualizzare i dividendi potenziali anziché quelli effettivi.

Come già detto possiamo interpretare il risultato che deriva dalla stima dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti come l'ammontare teorico di dividendi che l'azienda potrebbe distribuire. Il risultato differisce da quello ottenuto attraverso l'utilizzo del DDM poiché le scelte adottate in materia di dividendi cambiano da azienda ad azienda e dipendono sostanzialmente da quattro fattori:<sup>19</sup>

1. **Desiderio di stabilità:** in genere le aziende oppongono resistenze al cambiamento delle politiche di dividendo, in particolar modo quando si parla di decrementi, tanto che in alcuni periodi il rapporto incrementi decrementi sfiora il 5:1. Come risultato di ciò, non vi sono incrementi nell'emissione di dividendi anche quando ci sono importanti incrementi nei flussi di cassa, proprio per una paura di non riuscire a mantenere i livelli raggiunti e quindi dove successivamente diminuire la distribuzione di dividendi.
2. **Fabbisogni di investimento futuri:** in questo caso l'azienda non distribuisce dividendi in vista di un possibile incremento del fabbisogno di investimenti.

---

<sup>19</sup> Damodaran, A. 1994, *Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, USA: John Wiley & Sons. pp. 128-129

3. **Ragioni fiscali:** nel caso in cui la legislazione nazionali sia generosa in materia di tassazione sui dividendi, spesso le aziende decidono di distribuire sotto forma di dividendi tutto il proprio FCFE. Al contrario, in caso di aliquota d'imposta superiore ai guadagni in conto capitale, i dividendi che saranno effettivamente distribuiti saranno minori di quelli che potrebbero essere distribuiti.
4. **Segnali al mercato:** laddove gli incrementi rappresentano segnali positivi per le prospettive future, mentre i decrementi segnali negativi, solitamente si osserva che i corsi azionari salgono quando i dividendi aumentano e scendono quando i dividendi calano.

In aggiunta a questi quattro fattori, Jensen (1986) sostiene che il mercato pressa in un certo senso i manager a distribuire la maggior parte dei flussi di cassa agli azionisti, facendo così essi evitano il rischio di perdere il controllo dell'azienda.<sup>20</sup> Questa ipotesi di correlazione tra scalate ostili e politica di dividendi è stata messa in evidenza anche da Page, Jahera e Pag (1996), secondo i quali, il management, per evitare di essere sostituito, tenderebbe a cedere alle pressioni degli azionisti e ad alzare il payout ratio, utilizzando quindi la dividend policy come strumento di difesa verso un hostile takeover.<sup>21</sup>

### 1.3.2 Il metodo del flusso di cassa disponibile per l'impresa (FCFF).

Nel metodo dell'attualizzazione dei dividendi e in quello del flusso di cassa disponibile per l'azionista, si tiene conto dei flussi di cassa destinati esclusivamente ai portatori di capitale di rischio, ossia, dei flussi che residuavano dopo aver soddisfatto la gestione operativa e al netto del debito. La differenza tra questi metodi e quello del flusso di cassa disponibile per l'impresa sta proprio nel considerare i flussi di cassa associati al debito. Con questa metodologia infatti si includono tutti i flussi di cassa disponibili per tutti i portatori di interessi, quindi non solo azionisti, ma anche detentori di azioni privilegiate (che non sono considerate nell'elaborato) e obbligazionisti.

$$FCFF = FCFE + \text{oneri finanziari}(1 - t) + \text{rimborso finanziamenti} - \text{nuovi finanziamenti}$$

oppure:

---

<sup>20</sup> Vogt, S., C., Vu, J.D., 2000, Free Cash Flow And Long-Run Firm Value: Evidence From The Value Line Investment Survey Journal of Managerial Issues, Vol. 12, Issue 2. p. 188

<sup>21</sup> Page, D., E., Jahera, J., S., Pag W., N., 1996, The Effect of Takeover Defenses on the Dividend Decision, Journal of Economics and Finance, Volume 20, Number 3, pp. 49-58

$$FCFF = EBIT(1 - t) + \text{ammortamenti} - \text{investimenti} \in \text{capitale fisso} - \Delta CCN$$

La gran parte della differenza che si incontra tra il FCFF e il FCFE, è spiegata dalla leva finanziaria.

$$g_{EPS} = b\left\{ROA + \frac{D}{E}(ROA - i(1 - t))\right\}$$

L'equazione qui sopra descrive il saggio di crescita degli utili per azione quale funzione dei fondamentali dell'impresa, considerando che:

$$ROE = ROA + \frac{D}{E}(ROA - i(1 - t))$$

Stando all'equazione sopra riportata, un maggiore indebitamento porta ad un rendimento del capitale netto più elevato, solo se il rendimento ante oneri finanziari e dopo le tasse è maggiore del tasso di interesse al netto delle imposte. Nel caso invece avessimo  $ROA < i(1-t)$ , l'effetto di leva non farebbe che diminuire il ROE.

Dunque tornando alla prima equazione è facilmente intuibile il perché l'effetto di leva non fa altro che aumentare il gap esistente tra FCFE e FCFF. Questi ultimi, come già spiegato, sono flussi di cassa al lordo dei debiti e quindi il rapporto di indebitamento non influenza in alcun modo il flusso di cassa disponibile per l'impresa. Ad esempio, i tassi di crescita dell'EBIT, sarà solo funzione del tasso di ritenzione e del ROA:

$$g_{EBIT} = b(ROA)$$

Anche in questo caso, l'impostazione dei modelli a seconda delle varie ipotesi (crescita stabile o crescita a due stadi) è speculare a quella già vista nei modelli basati sull'attualizzazione dei dividendi e quelli che attualizzavano il flusso di cassa per gli azionisti. Quello che cambia in questo caso sono i singoli elementi che vanno a costituire il modello. In questo caso avremo ovviamente al posto dei dividendi/FCFE i flussi di cassa disponibili per l'impresa. Oltre a questo, c'è un altro elemento che cambia, ed è il tasso di attualizzazione, che non è più rappresentato dal costo del capitale di rischio ( $r_e$ ), bensì dal costo medio ponderato del capitale ( $r_{wacc}$ ). Quindi ad esempio, valuteremo un'azienda in fase di maturità nel modo seguente:

$$\text{Valore dell'impresa} = \frac{\text{FCFF}}{r_{\text{wacc}} - g_n}$$

### 1.3.3 Confronto tra valutazione del capitale netto e valutazione dell'azienda

Con l'attualizzazione dei FCFF andiamo a valutare il valore dell'azienda e non il valore del capitale netto come avveniva con l'attualizzazione di dividendi e FCFE. Quest'ultimo valore può però essere comunque calcolato semplicemente sottraendo dal valore dell'azienda il valore di mercato del debito. Il vantaggio nell'usare il metodo dei FCFF sta nel fatto che non venendo considerato il livello di indebitamento, l'utilizzo di questo approccio a dispetto del metodo dei FCFE consente di valutare in maniera più semplice ed immediata aziende che presentano un'elevata variabilità nel tempo della leva finanziaria.

Il valore del capitale netto sarà uguale in due circostanze:<sup>22</sup>

1. Ipotesi coerenti in merito alla crescita: con questo si intende correggere il tasso di crescita gli utili tenendo presente l'effetto della leva finanziaria
2. L'indebitamento è valutato correttamente: Dopo aver calcolato il valore totale dell'impresa, per giungere al valore del patrimonio netto, bisogna sottrarre l'indebitamento che è stato incluso per il calcolo del valore dell'azienda. Nel caso in cui il valore di mercato del debito sia stato sopravvalutato, si andrà a diminuire il valore dell'impresa di una quantità maggiore del dovuto.

### 1.3.4. Conclusioni

Il modello dei flussi di cassa disponibili per l'impresa, è particolarmente apprezzato per valutare quelle aziende caratterizzate da un alto livello di indebitamento o che comunque sono in procinto di cambiare significativamente questo livello. In Italia, è emerso che questo metodo risulta quello al quale si dà maggior rilevanza e di conseguenza il più utilizzato per la valutazione delle aziende in fase di quotazione<sup>23</sup>.

## 1.4 LA VALUTAZIONE TRAMITE MULTIPLI

Abbiamo visto nei paragrafi precedenti come i metodi basati sull'attualizzazione siano particolarmente apprezzati come strumenti per la valutazione dell'azienda, sia dagli accademici<sup>24</sup>, sia dai grandi investitori come Warren Buffet<sup>25</sup>. Nonostante questo però,

---

<sup>22</sup>Damodaran, A., 1996, p 167

<sup>23</sup> Brescia, G., Muraca, F., 2011. p 193

<sup>24</sup> Howell, Robert A., 2002, Financial Executive., Vol. 18 Issue 3, pp. 17-20.

attualizzare i flussi di cassa significa stimare i parametri del modello, ovvero il tasso di crescita e il tasso di sconto, che come spiegato nel paragrafo 1.3 è un procedimento che richiede tempo e che, soprattutto per quanto riguarda la stima del tasso di crescita può contenere una certa dose di soggettività. Proprio per questo motivo, spesso l'analisi attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa è spesso messa da parte in favore della valutazione tramite multipli<sup>26</sup>. Un altro vantaggio per il quale il metodo dei multipli è salito alla ribalta in particolar modo negli ultimi 20 anni è dovuto al fatto che questo tipo di metodologia è in grado di dare indicazione dei beni intangibili la cui importanza è cresciuta moltissimo negli ultimi anni, ma che trovano ancora scarsa rappresentazione nel bilancio aziendale. In questo senso, il metodo dei multipli non si pone come sostituto dei metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa, nella maggior parte dei casi non fa altro che aggiungersi a questi ultimi per ottenere un valore che è il risultato dell'uso dei diversi metodi e quindi verosimilmente più completo. Come afferma Luigi Guatri: "il ricorso ai multipli in senso complementare alle "formule" ha invece il significato di una migliore copertura dello spettro d'informazioni rilevanti ai fini del processo valutativo"<sup>27</sup>.

Il metodo dei multipli permette di valutare un'azienda sulla base dei prezzi dei titoli di imprese comparabili e proprio per questo motivo, questo modo di determinare il valore di un'impresa va sotto la categoria dei metodi di **valutazione relativa**. Lo scopo di questo modello è sviluppare rapporti (multipli), basati sui prezzi di società comparabili con l'obiettivo di individuare la relazione che lega il prezzo a una variabile economica aziendale. All'atto pratico, i multipli di settore, calcolati come media tra i multipli di aziende comparabili, vengono applicati alle grandezze economico e patrimoniali della società target al fine di determinarne il valore per analogia.

Le valutazioni eseguite con questo metodo si fondano su due ipotesi:<sup>28</sup>

1. il valore dell'impresa varia in proporzione al variare della variabile economica scelta come parametro di performance
2. uguaglianza dei saggi di crescita del flusso di cassa e nel grado di rischiosità.

Nella pratica i multipli che possono essere utilizzati sono numerosissimi, qui illustrerò quelli che sono i più comuni. Per fare chiarezza è utile definire la differenza tra quelli che sono i multipli equity side e i multipli asset side.

---

25 Hagstrom, R. 2013. p. 122

26 Lie, J., H., 2002, Multiples used to estimate corporate value Erik Lie, Financial Analysts Journal; Vol. 58, Issue 2.

27 Guatri, L., valore e prezzi delle azioni nell'era degli intangibili: una prospettiva europea. Relazione al Convegno del 25.10.2002, p.4

28 Balducci, D., 2006, p.391

### 1.4.1 I multipli equity side.

#### Il rapporto prezzo utili (P/E)

Tra i multipli riferiti al capitale netto, il rapporto prezzo utili è sicuramente il più comune. È stato presentato per la prima volta nel libro “Security Analysis” scritto da Benjamin Graham e David Dodd (1934). Descrive la relazione che intercorre tra il prezzo delle azioni e i guadagni della società ed in sostanza dice quanto un investitore è disposto a pagare per ogni dollaro/euro di utile. La conseguenza di quanto appena detto è che se un investitore acquista un titolo con un alto rapporto **P/E**, significa che ha delle aspettative di crescita su quel titolo.

Una delle ragioni per le quali è largamente utilizzato, è perché evita agli analisti il compito di dover esplicitare tutte le ipotesi concernenti la stima dei parametri (saggio di distribuzione, tasso di rischio e tasso di crescita) che sono necessarie per il corretto calcolo del valore attuale dei flussi di cassa. Nonostante questa assunzione sia corretta, bisogna comunque tenere presente che il multiplo prezzo-utile è determinato anch'esso dagli stessi identici parametri. Per dimostrarlo si può leggere l'equazione nota come modello di Gordon vista nel paragrafo 1.2 nel seguente modo:

$$P_0 = \frac{\text{EPS}_0 \times \text{saggio di distribuzione} \times (1 + g_n)}{r - g_n}$$

e dividendo per  $\text{EPS}_0$  si ha:

$$\frac{P_0}{\text{EPS}_0} = \frac{P}{E} = \frac{\text{saggio di distribuzione} \times (1 + g_n)}{r - g_n}$$

Da quest'ultima equazione è chiaro come il rapporto prezzo-utile non sia indipendente dai fondamentali d'impresa e come anzi sia funzione crescente del tasso di crescita e del saggio di distribuzione degli utili.

Questo appena visto è l'indice P/E **trailing**, definito come rapporto tra il prezzo corrente di borsa e il valore contabile riferito ai dodici mesi precedenti. L'indice prezzo utile è molto

diffuso anche nella sua forma **forward**, con prezzi correnti e valore contabile riferito ai dodici mesi successivi.<sup>29 30</sup>

Dividendo per  $1+g_n$  l'ultima equazione, otteniamo il multiplo forward:

$$\frac{P_0}{EPS_1} = \frac{\text{saggioidistribuzione}}{r - g_n}$$

Oltre al rispetto delle ipotesi viste nel caso dell'attualizzazione dei flussi di cassa, quando si usa il rapporto prezzo-utile bisogna tenere conto che la sua volatilità è direttamente proporzionale alla volatilità degli utili, quindi, se questi cambiano il P/E cambia nel tempo.

Una cosa molto importante è quella di valutare con molta attenzione quei titoli che possiedono un price to earnings ratio maggiore di 25, spesso questo è semplicemente frutto di un irrazionale aspettativa di trend positivi per un lungo periodo.<sup>31</sup> Ovviamente questo multiplo non è utilizzabile per valutare un'azienda con utili per azione negativi.

### **Il rapporto price to book value**

Questo multiplo è molto utilizzato dagli investitori e rappresenta il rapporto tra il prezzo del titolo e il valore contabile netto dello stesso, valore contabile netto inteso come differenza tra i valori contabili di attività e passività. Se un investitore si trova di fronte ad una società con un **P/BV** maggiore di uno, significa che il mercato sta valutando quella società, quel titolo, in maniera superiore rispetto a quello che è il valore contabile del suo patrimonio netto e quindi indica che ci troviamo di fronte a una società sulla quale ci sono molte aspettative di crescita. Al contrario un indice P/BV basso indica specularmente basse aspettative, ma guardando oltre, si potrebbe comunque acquistare questi titoli "sottovalutati" sperando in un rialzo perché se il valore contabile netto è più alto del prezzo significa che comunque i fondamentali ci sono. Azioni con un P/BV alto sono conosciute anche come **growth stocks**, mentre quelle con un indice basso o comunque contenuto sono chiamate **value stocks**.

#### **1.4.2 I multipli asset side**

##### **Il rapporto EV/EBITDA**

Il multiplo EV/EBITDA viene calcolato come rapporto tra il valore dell'impresa (Enterprise Value) e il margine operativo lordo (Ebitda) dell'impresa. Il rapporto EV/EBITDA è usato per comparare il valore totale di un'impresa con il proprio margine operativo lordo (EBITDA).

---

<sup>29</sup> Lettini, G., 2009, p. 152

<sup>30</sup> Esistono poi anche i multipli **current**, ma nella prassi valutativa sono scarsamente utilizzati

<sup>31</sup> Graham, B., Dodd, D., Buffett, W. and Klarman, S. (2009). pp. 496-497.

Poiché l'enterprise value indica il valore dell'intera impresa e non solo del capitale netto, tutti i multipli asset side hanno il vantaggio, di poter essere usati per valutare imprese con diversi livelli di indebitamento. Un altro fattore a vantaggio di questo gruppo di multipli è che permette di confrontare meglio di altri indici realtà che operano in un diverso contesto geografico (poiché ignora l'effetto della diversa tassazione che può esserci tra paesi differenti). Il vantaggio di questo specifico multiplo se confrontato ad esempio con un altro multiplo asset side come l'EV/EBIT è che, trovandosi a denominatore l'EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), si possono confrontare aziende diverse anche sotto il profilo delle politiche di ammortamento. Anche qui, il concetto è analogo a quello visto nel caso del rapporto P/E, un'azienda con un basso rapporto EV/EBITDA indica che tale azienda sia sottovalutata.

### **1.4.3 La scelta delle società comparabili.**

La scelta del campione da utilizzare come confronto è probabilmente la più delicata e determinante per quanto riguarda la corretta valutazione tramite multipli.

Per individuare il miglior set di aziende comparabili, Fazzini (2018), suggerisce di usare dei parametri di tipo quantitativo e qualitativo.<sup>32</sup>I parametri citati dall'autore sono nello specifico: il settore, l'area geografica, il posizionamento competitivo, le dimensioni e le performance, se l'azienda fa parte o meno di un gruppo, la maturità della società e la tassazione alla quale è sottoposta.

Ottenendo un gruppo di società omogenee secondo questi parametri, si otterrà dunque il miglior campione di aziende da poter poi confrontare con l'azienda target. Il problema che si riscontra passando all'atto pratico però, è che è molto difficile trovare questo gruppo "ideale di aziende", in ragione del trade-off esistente tra numerosità del campione e omogeneità dello stesso. Ad esempio, nel caso si dovesse valutare un'azienda italiana, anche solo il parametro dell'area geografica, limita di molto il numero di aziende selezionabili, limitando quindi il numero di società presenti nel campione e facendo risultare il multiplo poco significativo. D'altro canto aumentando la numerosità del campione, si va ad includere aziende che non sono omogenee secondo alcuni dei parametri sopra citati.

---

<sup>32</sup> Fazzini, M. 2018, p. 130

#### **1.4.4 Conclusioni**

Per quanto riguarda l'utilizzo dei multipli quindi, bisogna tenere in considerazione che sono anch'essi influenzati dai fondamentali dell'impresa al pari dei modelli basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa. Un problema che riserva la valutazione tramite multipli fa da contro altare a quello che è uno dei suoi punti di forza, ovvero il fatto che spesso i multipli vengono utilizzati per cercare di cogliere le tendenze del mercato. Un errore di percezione circa le aspettative di crescita di un settore, da parte degli investitori, ad esempio una sottovalutazione, potrebbe portare ad utilizzare il multiplo viziato anche in fase di valutazione.

In definitiva, tra gli strumenti di valutazione disponibili, il flusso di cassa attualizzato continua a fornire il miglior risultato. Tuttavia, l'uso dei multipli, avendo ben presente le ipotesi da rispettare, le insidie che possono celare e definito in modo preciso e il più omogeneo possibile il campione di aziende comparabili, non serve solo da utile controllo della stima ottenuta attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa, ma può fornire anche delle idee sul comportamento e performance di un dato settore.



## **CAPITOLO 2: VALUTAZIONE DEL TITOLO BREMBO S.P.A.**

### **2.1 INTRODUZIONE**

In questo capitolo verranno ripresi i concetti e gli strumenti di analisi fondamentale spiegati nel capitolo precedente applicandoli concretamente ad un titolo quotato nel mercato azionario. Il titolo che sarà oggetto della mia analisi sarà quello di Brembo S.p.A.: una società dalla solida reputazione, un'eccellenza italiana che annualmente e ormai costantemente fa registrare una crescita importante. Il principale strumento di cui mi servirò sarà il bilancio d'esercizio della società del 2017, qui troverò tutti i dati necessari per una corretta valutazione, mi servirò principalmente del risultato economico della società e del rendiconto finanziario. La restante parte del bilancio sarà molto utile, insieme alla stampa economica, a capire i progetti d'investimento dell'azienda e cercare di analizzare le prospettive future.

### **2.2 ASPETTI GENERALI DELLA SOCIETÀ E PRINCIPALI DATI DI BILANCIO**

Brembo è un'azienda italiana operante nel settore metalmeccanico. La società nasce come officina nel 1961 in provincia di Bergamo, ma è solo nel 1964 che incomincia la sua crescita, con l'inizio della produzione di dischi a freno per auto. Questo prodotto infatti fa sì che l'azienda negli anni si specializzi nella progettazione ed implementazione di impianti frenanti per auto, motocicli e veicoli commerciali, che diventa quindi il core business dell'impresa. Il 1975 è un anno di svolta quando la Ferrari affida la produzione di impianti frenanti per le proprie vetture da formula 1 alla Brembo. Da questo momento la società incomincia una crescita senza sosta, nel 1983 entra nel capitale sociale dell'impresa la Kelsey-Hayes, multinazionale statunitense attiva nella produzione di impianti frenanti e nel 1995 con un altro salto di qualità, si assiste alla quotazione presso la Borsa valori di Milano. Ai giorni nostri Brembo è presente con i propri insediamenti in 15 paesi e conta più di 9.800 dipendenti nel mondo.

Nell'anno 2017 i mercati di riferimento dell'azienda hanno fatto registrare trend contrastanti: per quanto riguarda le autovetture vi è stato un incremento delle vendite del 2,4% trainate dalle performance fatte registrare in Cina ed Europa. Il settore dei motocicli invece, in riferimento ai mercati dove l'azienda è maggiormente presente, ha mostrato una flessione delle vendite del 9,5% in Europa e del 3,2% negli Stati Uniti, bilanciate parzialmente da un incremento maggiore del 5% delle vendite in Giappone. Per quanto riguarda i veicoli commerciali anche qui le vendite hanno registrato un aumento del 3,2%.

Nel settore delle competizioni la società ha una netta supremazia nei confronti dei concorrenti ed è presente con tre marchi leader: Marchesini, AP racing e Brembo racing. Nonostante questo il settore dal quale Brembo ottiene la maggior parte dei suoi ricavi è quello delle autovetture.

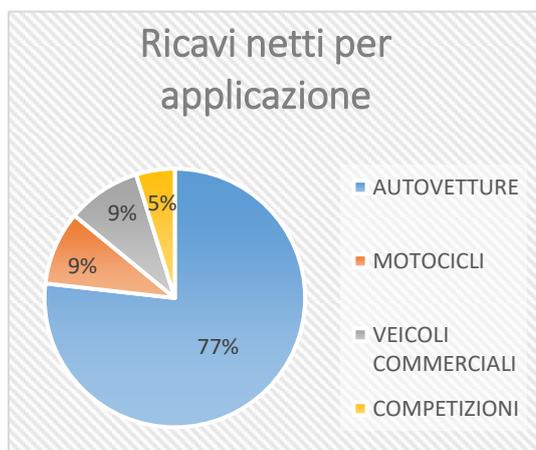


Grafico 1: Ricavi netti per applicazione.  
Fonte dati: bilancio di esercizio 31.12.2017

Attività fondamentale, nella quale Brembo investe è la ricerca e sviluppo, la società ha capitalizzato i più di 24 milioni di euro che ha sostenuto come costi di sviluppo, oltre a questo possiede partecipazioni in società dedite esclusivamente alla R&S, ad esempio nel 2006 ha acquistato il 20% della Petroceramics S.p.A., società che si occupa di attività come ricerca e sviluppo di tecnologie innovative per la produzione di materiali ceramici tecnici e avanzati e per il trattamento di geo materiali.

	31.12.2017	31.12.2016	VARIAZIONE
RICAVI VENDITE E PRESTAZIONI	2.463.620	2.279.096	8,10%
MARGINE OPERATIVO LORDO(EBITDA)	479.963	443.714	8,17%
MARGINE OPERATIVO NETTO(EBIT)	346.262	327.464	5,74%
RISULTATO NETTO	263.428	240.632	9,47%

Tabella 1. Principali risultati economici (in migliaia di euro).  
Fonte dati: bilancio di esercizio 31.12.2017

Dalla tabella qui sopra riportata si evince come il 2017 sia stato un anno particolarmente positivo per la società nel suo complesso, a questi risultati positivi hanno contribuito tutti i suoi comparti con crescite significative, da registrare che la crescita maggiore (8,9%) arriva proprio dalla vendita al settore autovetture, il più significativo per la società. Le uniche note dolenti si possono trovare analizzando i ricavi per area geografica dove Francia (-11,2%), ma soprattutto Stati Uniti (-2,5%) hanno fatto registrare un rallentamento, Stati Uniti e Nord



La scelta di questo orizzonte temporale è stata fatta per concentrare l'attenzione sui cambiamenti più recenti che hanno condizionato il valore del titolo della società, in particolar modo in seguito alla pubblicazione del bilancio di esercizio dello scorso anno avvenuta nel marzo 2018. Dal grafico qui sopra si evince proprio in corrispondenza del mese di marzo l'inversione di tendenza, che segue un brusco calo dovuto a una molteplicità di cause. A gennaio l'ammissione della società di difettosità presenti nelle pompe frenanti montate su alcuni modelli di motocicli, ha comportato un ribasso del valore del titolo in una giornata dove l'indice Ftse Mib ha guadagnato lo 0,56%. Il mese di febbraio ha visto un crollo del titolo (-13,43%), che segue il rallentamento del settore automotive (FCA ha perso il 10,81%), i rialzi dei tassi da parte della FED e le minacce degli USA rivolte in particolare ai prodotti tedeschi (le auto tedesche di alta fascia montano impianti frenanti Brembo). La fine del periodo negativo coincide come detto con marzo, mese in cui si registra un incremento del valore del titolo, conseguenza dell'euforia scatenata dalla pubblicazione dei risultati annuali. Il titolo partendo da un prezzo di 11,13€ per azione il 2 marzo, è arrivato a toccare i 12,9€ per azione l'8 marzo. Tra i dati maggiormente apprezzati dal mercato vi è sicuramente quello riguardante l'aumento dei ricavi (tabella 1) e quello relativo al rapporto D/E. Questo rapporto, che indica il grado di dipendenza della società rispetto a fonti di finanziamento esterne ha segnato una diminuzione nonostante l'incremento degli investimenti.

	31.12.2016	31.12.2017
INDEBITAMENTO NETTO/PATRIMONIO NETTO	22,20%	20,50%
INVESTIMENTI NETTI	333.550	356.240

Tabella 2. Variazione rapporto D/E e investimenti  
Fonte: bilancio di esercizio 2017

A fine aprile l'allentamento delle tensioni commerciali con gli Usa fa sfondare al titolo quota 13€. Agli inizi di maggio poi la pubblicazione dei risultati trimestrali con un incremento dei ricavi dell'4%, ma con un aumento considerevole del rapporto D/E (passato dal 20,5% di fine anno al 24,5% del 31.3.2018), unita all'incertezza politica in Italia ha causato un ribasso del titolo. L'ultima flessione è datata 26 luglio, ed è dovuta al taglio del rating delle azioni Brembo da accumulate a reduce<sup>33</sup> effettuato dagli analisti di Banca Akros e che ha fatto perdere il 4% al titolo. Secondo gli analisti del broker milanese, i dati del primo semestre sono

---

<sup>33</sup> Accumulate indica un possibile incremento del valore del 5-15%, reduce indica un calo previsto di anche il 15%.

buoni, ma il peggioramento delle condizioni del mercato dell'auto rende difficilmente raggiungibili i target 2018 fissati dalla società.

### 2.3.1. La stima del tasso di crescita

Abbiamo visto nel primo capitolo come sia fondamentale per poter valutare un'azienda, calcolare nel modo corretto quelli che sono i parametri fondamentale per applicare i modelli di attualizzazione dei flussi di cassa e quelli dell'attualizzazione dei dividendi.

Per quanto riguarda la stima del tasso di crescita, mi accingo ora a stimarlo utilizzando le modalità viste nel paragrafo 1.2.3

	2015	2016	2017	
%ΔUTILI	42,51%	30,08%	9,47%	
MEDIA PONDERATA				16,88%

*Tabella 3. Tassi di crescita utili ultimi 3 anni  
Fonte: bilancio di esercizio 2017*

La media ponderata è risultata assegnando un peso relativamente maggiore (0.7) all'ultimo tasso di crescita registrato, dando meno peso al tasso di crescita del 2015 (0.1). La scelta dei pesi assegnati e dell'orizzonte temporale di 3 anni preso in considerazione, è volta a voler dare maggiore importanza ai dati più recenti.

Utilizzando i fondamentali dell'azienda, ricordiamo che il tasso di crescita può essere ottenuto moltiplicando (assumendo assenza di debito) il ROE (uso la media dei ROE degli ultimi 3 anni) per il tasso di ritenzione degli utili. Nel caso di Brembo dove il primo è uguale a 26,6% e ipotizzando che il secondo rimanga uguale nel tempo al tasso attuale di 75,31%, si ottiene:

$$26,6\% \times 75,31\% = 20\%$$

Per quanto riguarda il secondo anno, aumentando l'imprevedibilità dei risultati utilizzo come tasso di crescita degli utili un valore più generale, 18,63%, tasso trovato da Damodaran per quanto riguarda la crescita relativa alle aziende operanti nel settore della componentistica auto. Come tasso di crescita del terminal value, è bene partire dai tassi di crescita di lungo periodo stimati dalla banca mondiale relativamente alle economie avanzate e alle economie in via di sviluppo e li peso per la quota di ricavi che la società ottiene dalle rispettive zone geografiche.<sup>34</sup> Considerando che il 73% dei ricavi per Brembo arriva da aree geografiche

<sup>34</sup> Global Economic Prospects report, 2018

considerate dalla banca mondiale come economie avanzate, per le quali si ha un tasso di crescita previsto dell' 1,7, l'11% arriva dalla Cina con una crescita stimata del 6,2%, il 3% dall'India con un 7,5% e il restante 13% da paesi in via di sviluppo con una crescita media stimata nell'ordine del 4,7%, si ottiene:

$$\bar{g} = 0,73 \times 1,7 + 0,11 \times 6,2 + 0,03 \times 7,5 + 0,13 \times 4,7 = 2,76\%$$

Precisato questo, appare però eccessivo applicare questo tasso di crescita, ad una società che negli ultimi anni è cresciuta ben oltre la crescita mondiale.

	2015	2016	2017
g PIL mondiale	2,85%	2,50%	3,10%
g utili Brembo	42,51%	30,08%	9,47%

Tabella 4. Tassi di crescita economia mondiale e Brembo a confronto  
Fonte: banca mondiale e bilancio di esercizio 2017

Seppur non sostenibile una crescita così sostenuta in un orizzonte temporale indefinito, è comunque inverosimile che un'azienda come Brembo, caratterizzata da un forte vantaggio competitivo, con ambiziosi progetti (presentati nel paragrafo 2.4.) e con degli investimenti in continua crescita che hanno raggiunto nel 2017 la quota del 15% sui ricavi<sup>35</sup> non cresca ad un tasso superiore al tasso medio dell'economia mondiale. Dati questi fatti e considerando le ipotesi da rispettare nell'ambito di applicazione del Gordon Growth Model<sup>36</sup>, appare opportuno affermare che la crescita annua di Brembo sarà superiore dell'1,5% al tasso sopra stimato:

$$g_{TV} = 2,76 + 1,5 = 4,26$$

### 2.3.2 La stima del tasso di sconto

Procederò alla stima del tasso di sconto  $r_e$  utilizzando il CAPM.

Utilizzo come tasso di rendimento per un titolo privo di rischio quello relativo ai titoli di stato italiani con scadenza a 10 anni che è pari al 2,8%<sup>37</sup> e come premio per il rischio di mercato 6,68%.<sup>38</sup>

Il beta del titolo è pari a 0,77<sup>39</sup>, questo dato merita a mio parere attenzione. Per definizione il beta di un titolo misura la variazione che subisce il titolo in conseguenza a variazioni dell'indice di riferimento. La naturale conseguenza di ciò è che il beta di una società come

<sup>35</sup> Bilancio di esercizio 2017

<sup>36</sup> Nel capitolo 1 si è visto che il tasso di crescita del TV non può discostarsi di molto dal tasso di crescita dell'economia

<sup>37</sup> Il Sole 24 ore

<sup>38</sup> Damodaran online

<sup>39</sup> Yahoo Finance

Brembo, operante in un settore molto ciclico, come quello della componentistica per auto il beta dovrebbe essere almeno pari a 1. A mio avviso per Brembo, il beta inferiore all'unità, è il risultato di un'attenta diversificazione geografica delle attività del gruppo. Ricapitolando:

- $r_f = 2,8\%$
- $E(r_m) - r_f = 6,68\%$
- $\beta_e = 0,77$

Si ottiene:

$$r_e = 2,8 + 0,77(6,68) = 7,9\%$$

### 2.3.3. Valutazione tramite attualizzazione dei dividendi

Osservando i dati sulla politica dei dividendi di Brembo degli ultimi 5 anni si nota come la distribuzione non segua un trend costante.

	2013	2014	2015	2016	2017
DIVIDENDI PER AZIONE	0,5	0,8	0,8	1	0,22

Tabella 5. Storico dividendi per azione  
Fonte: borsa Italiana

Partendo dalla tabella 4 e da un EPS del 2017 di 0,81<sup>40</sup>, utilizzando l'attuale tasso di distribuzione degli utili della società e applicando i tassi di crescita e di attualizzazione stimati nei precedenti paragrafi di questo capitolo, si può fare una previsione sui dividendi futuri e sul loro valore attuale.

	2018	2019	2020
UTILI PER AZIONE	0,97	1,15	1,20
TASSO DI DISTRIBUZIONE	24,69%	24,69%	24,69%
DIVIDENDI	0,24	0,28	0,30

Tabella 6. Stima crescita dei dividendi  
Fonte: elaborazione personale

Sotto le ipotesi che il numero delle azioni rimanga costante, così come il payout ratio si ha:

$$P_0 = \frac{0,24}{1,079} + \frac{0,28}{1,079^2} + \frac{0,30}{(1,079^2)(0,079 - 0,0426)} = 7,60$$

<sup>40</sup> Bilancio di esercizio 2017

## Conclusioni

Questo risultato ci indica che, in base al metodo dell'attualizzazione dei dividendi, il titolo Brembo dovrebbe valere 7,60€, ben al di sotto del prezzo del titolo degli ultimi anni. La stima ottenuta è verosimilmente poco credibile poiché il modello utilizzato non tiene conto del fatto che l'azienda ha un payout ratio molto basso dato e che è in forte crescita. Damodaran (1996), conscio del limite di applicazione di questo metodo su aziende in forte crescita che non distribuiscono o distribuiscono pochi dividendi, suggerisce<sup>41</sup> che in questi casi bisognerebbe tenere conto anche dei dividendi potenziali. A supporto di questa tesi, Kent Baker (2009), sostiene che un'azienda, raggiunta una fase di maturità, tende a modificare le proprie politiche di dividendo aumentando il tasso di distribuzione e dedicando quindi una percentuale più alta dei flussi di cassa a favore della distribuzione di dividendi ai propri azionisti. Non avendo dati sufficienti per poter stimare quando e soprattutto di quanto, Brembo modificherà la sua politica di dividendo appare evidente come questo metodo non sia applicabile a questa società.

### 2.3.4. Valutazione tramite attualizzazione dei flussi di cassa

In questo paragrafo verranno calcolati, a partire dai dati disponibili nel bilancio di esercizio 2017 di Brembo, i flussi di cassa secondo il metodo illustrato nel capitolo 1. In un'ottica di valutazione d'azienda, bisogna tenere a mente che i flussi di cassa necessari sono quelli futuri. Per stimare i tassi di crescita dei flussi di cassa disponibili per l'impresa, non è possibile utilizzare il tasso di crescita basato sui fondamentali stimato nell'ambito di applicazione del modello di attualizzazione dei dividendi, poiché in quel caso si doveva attualizzare flussi di cassa levered. I FCFF sono invece flussi unlevered e bisogna quindi non tenere conto dell'effetto leva dell'indebitamento, come conseguenza avremo che il tasso di crescita EBIT sarà dato da:

$$g_{EBIT} = b(\text{ROA})$$

Per il primo anno si stima il tasso di crescita utilizzando i seguenti dati:

- ROA = 14,6%<sup>42</sup>
- Tasso di ritenzione = 75,31%<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> Damodaran, A., 1996, p. 134

<sup>42</sup> Calcolato come Utile ante imposte/Totale attività

$$g_{\text{EBIT}} = 14,6\% \times 75,31\% = 11,1\%$$

Per il secondo anno, come per il metodo di attualizzazione dei dividendi utilizzo il tasso di crescita dell'EBIT stimato da Damodaran per quanto riguarda le società operanti nel settore della componentistica auto: 13,97%<sup>44</sup>

Per quanto riguarda la crescita del terminal value si utilizza lo stesso tasso stimato per il modello di attualizzazione dei dividendi.

Ora si procede a stimare i FCFF

- Tax rate = 20,2%<sup>45</sup>
- Ammortamenti, accantonamenti ed investimenti (capitale fisso e CCN) costanti

	2018	2019	2020
EBIT(1-t)	307.757	350.751	365.693
g EBIT	11,1%	13,97%	4,26%
AMM.TI + ACC.TI	146.701	146.701	146.701
INVEST.	-356.240	-356.240	-356.240
ΔCCN	-16.589	-16.589	-16.589
FCFF	81.629	124.623	139.565

Tabella 7. Stima FCFF(in migliaia di euro) Brembo  
Fonte: elaborazione personale

Calcoliamo poi il tasso di attualizzazione con

- $R_e = 7,9\%$  da CAPM
- $R_d = 4,4\%$ <sup>46</sup>
- $D/E+D = 17\%$ <sup>47</sup>
- $E/E+D = 83\%$

$$r_{\text{wacc}} = 0,079 \times 0,83 + 0,044 \times 0,17 = 7,3\%$$

Abbiamo quindi:

$$EV = \frac{81.629}{1,073} + \frac{124.623}{1,073^2} + \frac{139.565}{(1,073^2)(0,073 - 0,0426)} = 4.172.014$$

<sup>43</sup> Yahoo finance

<sup>44</sup> Damodaran Online

<sup>45</sup> Bilancio di esercizio 2017

<sup>46</sup> Damodaran online

<sup>47</sup> Bilancio di esercizio 2017

Quindi:

$$P_0 = \frac{EV - \text{indebitamento finanziario netto}}{\text{Azioni in circolazione}} = \frac{4.172.014 - 218.597}{325.187} = 12,16$$

### 2.3.5. Valutazione tramite multipli

A questo punto utilizzo il metodo dei multipli per vedere se trovo un riscontro in quelle che sono state le mie stime circa il prezzo del titolo trovate attraverso l'utilizzo del metodo di attualizzazione dei flussi di cassa.

	P/E	EV/EBITDA
Bertrand AG	20,41	9,9
Valeo	11,03	6,6
GKN plc	14,34	9,05
Faurecia SA	12,87	5,49
Autoliv Inc	21,58	7,48
CIE automotive	14,95	7,92
Media aziende comparabili	15,86	7,74
Brembo	14,47	8,87

Tabella 8. Principali multipli di aziende comparabili  
Fonte: elaborazione personale

Le aziende comparabili scelte sono tutte multinazionali attive nel settore della componentistica per auto e sono quelle utilizzate dagli analisti di banca IMI. Osservando la tabella notiamo subito come il multiplo P/E di Brembo sia inferiore alla media dei multipli delle aziende comparabili. Conoscendo il significato di tale rapporto è facile comprendere come questa sia una buona ragione per poter acquistare il titolo, un multiplo P/E inferiore alla media sta ad indicare che il titolo potrebbe essere sottovalutato.

A questo punto, andando oltre al semplice confronto tra i diversi rapporti e conoscendo l'utile per azione di Brembo possiamo calcolare il prezzo dell'azione attraverso i multipli:

$$P_0 = \frac{P}{E} \times E_{\text{Brembo}} = 15,86 \times 0,81 = 12,85$$

Ovviamente per poter fare questa stima ricordiamo che l'ipotesi sottostante è che Brembo abbia fondamentali (rischio, tasso di crescita, tasso di ritenzione e rapporto di indebitamento) simile a quelli delle imprese comparabili.

Allo stesso modo possiamo confrontare Brembo con i propri peers usando come riferimento il multiplo EV/EBITDA. In questo caso, come si può osservare da Tabella 8, il multiplo di Brembo (8,87) è superiore alla media dei multipli delle aziende comparabili (7,74) e quindi si potrebbe dire che il titolo è in questo caso sopravvalutato. D'altro canto però l'elevato valore può anche essere visto come fiducia nelle prospettive di crescita da parte del mercato.

$$\frac{EV}{EBITDA} \times EBITDA_{\text{Brembo}} = 7,74 \times 0,48 = 3,72$$

Da cui:

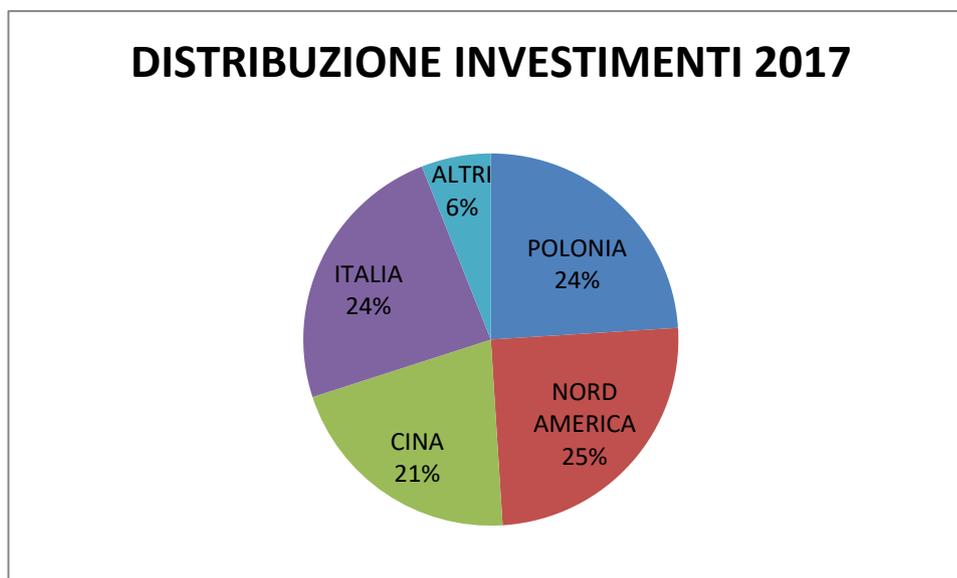
$$P_0 = \frac{3,72 - 0,218}{0,325} = 10,78$$

Nel caso della valutazione relativa eseguita utilizzando il rapporto P/E, si è visto come la differenza rispetto alla stima ottenuta utilizzando il modello di attualizzazione dei flussi di cassa sia minima. Utilizzando invece il multiplo EV/EBITDA, la differenza con il prezzo del titolo ottenuto con l'attualizzazione dei flussi di cassa risulta più marcata. Come già visto, il rapporto EV/EBITDA di Brembo è maggiore rispetto al rapporto medio delle aziende comparabili e questo porta ad un inevitabile ribasso nel prezzo del titolo calcolato tramite multipli.

#### **2.4. LE STRATEGIE E GLI INVESTIMENTI DEL GRUPPO**

Quanto si è affermato in conclusione del paragrafo precedente è coerente con l'ipotesi che gli investitori sopravvalutino il titolo Brembo rispetto alla sua capacità di generare cassa (EBITDA), in maniera superiore rispetto alla media delle imprese comparabili utilizzate nel campione. La causa di questa sopravvalutazione può essere ricercata nelle strategie e negli investimenti in R&S effettuati dalla società. Il Parco Scientifico Tecnologico Kilometro Rosso ad esempio, si trova lungo l'autostrada A4 nei pressi di Bergamo, è un contesto d'eccellenza che ospita aziende, centri di ricerca, laboratori, attività di produzione high-tech e servizi all'innovazione. In questa località Brembo concentra la maggior parte delle proprie attività di ricerca e sviluppo. Il Centro di Ricerca Brembo, i laboratori della Brembo SGL Carbon Ceramic Brakes (una joint-venture creata tra Brembo e SGL Group) e Petroceramics, spin-off dell'Università degli Studi di Milano, che si occupa di R&S di materiali ceramici avanzati e

del trattamento dei geomateriali, nella quale come detto Brembo detiene il 20% del capitale sociale. Nel corso di quest'anno la società completerà la costruzione dei nuovi stabilimenti in Cina, Polonia e Messico, che dovrebbero essere già operativi per la fine dell'anno.



*Grafico 4. Investimenti per area geografica  
Fonte: bilancio di esercizio 2017*

L'azienda sta inoltre progettando di produrre in Cina affiancando al nome e al logo Brembo, la traduzione in ideogramma del marchio, permettendo così di rendersi facilmente riconoscibile dai consumatori cinesi.

Il gruppo è molto attento alle problematiche della sostenibilità,; nel 2017 Brembo è stata identificata da Carbon Disclosure Project, organizzazione indipendente che monitora l'impegno nel contenimento delle cause dei cambiamenti climatici, fra le aziende di eccellenza a livello mondiale e inserita nella Lista A del programma Climate Change.

## CONCLUSIONI

In questo elaborato si è offerta una panoramica di quelli che sono i principali strumenti utilizzati dagli analisti per la valutazione d'azienda.

Come già spiegato, il processo di valutazione, soprattutto per quanto riguarda la stima dei parametri è per sua natura molto soggettivo e può portare a significative differenze di stima.

Nell'analizzare il titolo preso in considerazione in questo elaborato, si è arrivati ad un valore che differisce da quello dato oggi dal mercato, le cause di questa differenza variano a seconda del modello applicato al titolo.

Nel caso dell'attualizzazione dei dividendi, il gap tra valore qui stimato e attuale valore di mercato, è spiegato senz'altro dalla dividend policy della società, volta a favorire la crescita e gli investimenti, a discapito del dividend yield di cui potrebbero beneficiare gli azionisti.

Il valore ottenuto con l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per l'impresa è invece più verosimile e completo. I flussi di cassa sono stati stimati a partire dai risultati presentati nel bilancio d'esercizio 2017 della società, ai quali sono stati applicati, tenendo in considerazione delle variabili che determinano questi parametri, il fattore di sconto e i tassi di crescita stimati in questo elaborato,

La valutazione tramite multipli restituisce risultati differenti in base al tipo di multiplo utilizzato. Secondo il multiplo equity side P/E, l'azienda risulta sottovalutata rispetto alle aziende del proprio settore e il titolo sottovalutato dal mercato. Al contrario, analizzando il titolo con il multiplo asset side EV/EBITDA il risultato lascia pensare ad una sopravvalutazione.

Parafrasando Warren Buffet: *“The basic ideas of investing are to look at stocks as businesses, use market fluctuations to your advantage, and seek a margin of safety. That’s what Ben Graham taught us. A hundred years from now they will still be the cornerstones of investing.”*

E quella che è la mia considerazione finale riguardo Brembo è che, oltre al fatto di possedere buoni fondamentali i quali, secondo le mie valutazioni, giustificano l'attuale prezzo del titolo, sta anche mettendo in pratica importanti investimenti per salvaguardare la propria competitività, che fanno di questa impresa una realtà che non è reattiva rispetto agli stimoli dell'ambiente esterno, ma anzi proattiva.

## **BIBLIOGRAFIA**

BALDUCCI, D., 2006, *La valutazione dell'azienda*, 9° Edizione, Milano: Edizioni Fag

BREALEY, R., ALLEN, F., MYERS, S. 2011, *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Education.

BRESCIA, G., MURACA, F., 2011, *Le perizie di stima delle aziende*, 5° Edizione, Santarcangelo di Romagna (RN): Maggioli.

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J., 1990, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, USA: McKinsey & Company.

DALLOCCHIO, M., TZIVELIS, D., VINZIA, M.A., 2011, *Finanza per la crescita sostenibile*, 1<sup>a</sup> Edizione, Milano: Egea.

DAMODARAN, A. 1994, *Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, USA: John Wiley & Sons.

DAMODARAN, A. 1994, *Study Guide for Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, USA: John Wiley & Sons.

DAMODARAN, A., 2001, *The Dark Side of Valuation*, Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall.

DAMODARAN, A., 2005, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Foundations and Trends in Finance: Vol. 1: No. 8, pp 693-784.

DAMODARAN, A., 2006, *Finanza Aziendale*, 2<sup>a</sup> Edizione, Milano: Apogeo

DAMODARAN, A., 2010, *Valutazione delle aziende*, 2<sup>o</sup> Edizione., Milano: Apogeo.

DAMODARAN, A., 1996, *Manuale di valutazione finanziaria*, 1<sup>a</sup> Edizione, Milano: McGraw-Hill.

FAZZINI, M. 2018, *Business Valuation: Theory and Practice.*: Palgrave Macmillan

FRYKMAN, D., TOLLERYD, J., 2005, *Valutare l'impresa*, 1<sup>a</sup> Edizione, Milano: Pearson.

GRAHAM, B., DODD, D., BUFFETT, W., KLARMAN, S. 2009. *Security analysis*. 6th ed. New York: McGraw-Hill.

GUATRI, L., 2002, *Valore e prezzi delle azioni nell'era degli intangibili: una prospettiva europea Relazione al Convegno del 25.10.2002.*

HAGSTROM, R. 2013. *The warren buffett way*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons

HOWELL, R. A., 2002, *Tying Free Cash Flows to Market Valuations*, Financial Executive. Vol. 18. Issue 3.

KENT, BAKER, H., 2009, *Dividends and Dividend Policy*, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons

KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D., 2015, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6<sup>o</sup> Edizione, USA: McKinsey & Company.

LETTINI, G., 2009, *Valutazione d'Azienda: Tecniche di misurazione del Valore*: CoreBook

LIE, H., J., 2002, *Multiples used to estimate corporate value*, Financial Analysts Journal. Vol. 58. Issue 2.

LINCIANO, N., GENTILE, M., SOCCORSO, P., 2018, *Report on financial investments of Italian households: Behavioural attitudes and approaches*, Roma: Consob.

MARCHESONI, M.A., 2012, *La guida del Sole 24 Ore all'analisi fondamentale*, Milano: Il Sole 24 Ore.

MASSARI, M., ZANETTI, L., 2008, *Valutazione*, 2<sup>a</sup> Edizione, Milano: McGraw-Hill.

O'BRIEN, P., C., 1988, *Analysts' forecasts as earnings expectations*, Journal of Accounting and Economics, Volume 10, Issue 1.

ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, 2015, *PIV: Principi Italiani di Valutazione 2015*.

PAGE, D., E., JAHERA, J., S., PAG W., N., 1996, *The Effect of Takeover Defenses on the Dividend Decision*, Journal of Economics and Finance, Volume 20, Number 3.

POZZOLI, S., 2016, *Valutazione d'azienda*, 5<sup>a</sup> Edizione, Milano: Ipsoa

ROGGI, O., DAMODARAN, A., 2016, *Elementi di finanza aziendale e risk management*, Santarcangelo di Romagna (RN): Maggioli.

RUSSO, G., 2018, *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani*, Milano: Centro di Ricerca e Documentazione “Luigi Einaudi”.

UBAGO VIVAS, J.,N., 2014, *Analisi finanziaria*, Milano: Ipsoa.

WORLD BANK, 2018 Global Economic Prospects report.

### **SITI INTERNET**

<https://www.borsaitaliana.it/>

<https://it.finance.yahoo.com/>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<http://www.brembo.com/it>